



Carteira de ações internacionais

Equity Research
Banco BTG Pactual S.A.

Novembro 2025

Bruno Henriques
São Paulo – Banco BTG Pactual

Arthur Mota
Miami – Banco BTG Pactual



Objetivo da Carteira

A carteira de ações internacionais oferece oportunidades de investimento no exterior e é composta por BDRs. O processo de seleção dos BDRs é realizado pelo time de analistas e estrategistas com base em uma análise conjunta dos fundamentos das companhias e do cenário econômico global. O objetivo da carteira é superar o BDRX, nosso principal benchmark, o índice de referência da B3 para os BDRs.

Pontos Principais

Macro | EUA: proximidade com patamar neutro e incerteza demandam cautela do Fed

O shutdown do governo dificultou a leitura pelo FED das condições de mercado atuais, mas os dados privados seguem mostrando consumo resiliente, famílias pouco alavancadas, inadimplência baixa e mercado de trabalho com pouca rotatividade, sustentando nosso viés positivo para o crescimento (PIB de 2,0% em 2025 e 2,1% em 2026). Em termos de política monetária, o Fed cortou os juros para 3,75%–4,00% e sinalizou que dezembro não é garantido que termos cortes adicionais; ainda projetamos um corte, mas reconhecemos risco maior de pausa dado o mix de crescimento firme e incerteza de dados. Para 2026, vemos pausa prolongada no primeiro semestre e retomada do ciclo apenas após a posse do novo chairman do Fed em maio, com a proximidade ao nível de juros neutro e o dissenso interno favorecendo inércia de política.

Carteira para Novembro/25 | Berkshire Hathaway e Netflix entram na carteira; ServiceNow e United Rentals saem

O S&P 500 sobe 16% em 2025, após ganhos acima de 20% em 2023 e 2024, e negocia a 23x lucros de 2026, cerca de 35% acima da média de 17x. A inteligência artificial é o catalisador do ciclo, levando as big techs a um modelo mais asset heavy desde o lançamento do ChatGPT em novembro de 2022. Mantemos viés positivo em mega caps e reconhecemos o capex crescente dos hyperscalers, mas reduzimos risco e privilegiamos teses com melhor equilíbrio risco-retorno em nossa carteira.

A inclusão de Berkshire reduz parcialmente a concentração em IA após a forte alta de big techs e small caps em 2025, adicionando um nome defensivo, com caixa estável e alocação disciplinada de capital. A ação tem performando abaixo do S&P 500 em 11%, abrindo um bom ponto de entrada. Apesar das incertezas sobre a sucessão, vemos Greg Abel mantendo a excelência de alocação de capital focado no longo prazo.

Nesse mês, estamos adicionando a Netflix após queda de ~10% desde o 3T25, devido a um evento tributário pontual de US\$ 600 milhões no Brasil. A empresa apresenta fundamentos sólidos e escala global em streaming. Saem ServiceNow e United Rentals: a primeira cede espaço para concentrarmos exposição em líderes de IA com capex acelerando (Alphabet, Meta, Microsoft); a segunda, com lucro 4% abaixo do consenso e margens pressionadas, carece de catalisadores de curto prazo.

Tabela 1: Carteira de ações internacionais | Novembro/25

Empresa	Valor de mercado	Setor	Código	Código	Peso
	(em bilhões de US\$)		(BDR)	(EUA)	
Nvidia	4,969	Tecnologia	NVDC34	NVDA	13%
Microsoft	3,845	Tecnologia	MSFT34	MSFT	14%
Alphabet	3,389	Comunicação	GOGL34	GOOGL	7%
Amazon	2,654	Consumo Discricionário	AMZO34	AMZN	11%
Meta Platforms	1,655	Comunicação	M1TA34	META	8%
TSMC	1,564	Tecnologia	TSMC34	TSM	6%
Berkshire	1,029	Financeiro	BERK34	BRK/B	4%
Netflix	478	Comunicação	NFLX34	NFLX	5%
Morgan Stanley	262	Financeiro	MSBR34	MS	6%
Goldman Sachs	247	Financeiro	GSGI34	GS	6%
Raytheon	238	Indústria	RYTT34	RTX	4%
Uber	202	Indústria	U1BE34	UBER	5%
Coinbase	97	Financeiro	C2OI34	COIN	3%
Newmont	88	Materiais básicos	N1EM34	NEM	5%
The Williams	70	Energia	W1MB34	WMB	3%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Macro | EUA: proximidade com patamar neutro e incerteza demandam cautela do Fed

A ausência de dados macro nos EUA de fontes públicas por conta do shutdown acabou prejudicando a leitura da conjuntura americana no curto prazo, bem como diminuiu a qualidade dos dados após sua divulgação.

Utilizando fontes privadas, por outro lado, ainda temos a sinalização de um consumo resiliente (sinalizado pelos dados tempestivos de cartão de crédito), o que ainda reflete a situação de baixo endividamento das famílias, nível baixo de inadimplência, mercado de trabalho com baixo desemprego e crescimento da renda real. Por sua vez, também seguimos vendo baixa rotatividade no mercado de trabalho, com indicadores privados e coincidentes apontando baixo volume de demissões (e seguros-desemprego), bem como um nível moderado de abertura de vagas.

Por sua vez, cabe notar que a narrativa de que a IA tem ajudado a sustentar o crescimento americano tem ganhado força e adoção. Os caminhos são diretos e indiretos: de forma direta, o massivo investimento em capex por parte das empresas de tecnologia e empresas adotando novas ferramentas seguem aparecendo no PIB. De forma indireta, tanto o ganho de produtividade quanto os efeitos positivos de afrouxamento das condições financeiras por conta do rally das empresas de tecnologia, ou o efeito riqueza pela valorização das mesmas, são suportes para a demanda doméstica, em especial na faixa de média e especialmente alta renda. Não vemos essas tendências enfraquecendo nos próximos trimestres, o que continua sendo suporte importante para a demanda doméstica. Nesse sentido, seguimos projetando 2% de crescimento do PIB em 2025 e 2,1% em 2026. Seguimos com viés positivo para tais números.

Do lado da inflação, o CPI de setembro avançou 0,31% m/m, abaixo do consenso de mercado (0,40%) e mais próximo da nossa projeção (0,34%). Por sua vez, o núcleo do CPI subiu 0,23% m/m, também abaixo do consenso (0,30%) e mais próximo da nossa estimativa (0,27%). O núcleo de bens avançou 0,22% m/m após 0,28% no mês anterior, ainda com sinais de repasse tarifário, embora não de forma disseminada. Nos serviços, a desaceleração de 0,32% para 0,19% reflete a normalização da inflação de aluguel (de 0,44% para 0,21%) após efeitos de painel terem pressionado temporariamente o resultado no mês anterior. O supernúcleo — serviços ex-habitação — acelerou de 0,33% para 0,35% m/m, mesmo com a desaceleração de serviços de transporte, liderada pelo volátil componente de passagens aéreas. Nosso cenário segue apontando o CPI ao final do ano entre 3,0% e 3,1% a/a, enquanto o núcleo deve acelerar para 3,3%. Para o próximo ano, ainda projetamos a inflação acomodando para 2,4%, porém com alguma resiliência nesse patamar.

Quanto à política monetária, como esperado, o Fed voltou a cortar juros em outubro (3,75%-4,00%). A ausência de uma gama completa de dados dificultou a atualização sólida da avaliação de cenário, com uma decisão não unânime, e as discussões revelaram divisões significativas sobre o caminho à frente, com Powell sendo enfático de que um corte em dezembro está "longe de ser uma conclusão inevitável". Mantemos nosso cenário-base de corte em dezembro, mas reconhecemos que o risco de pausa aumentou, sendo completamente sensível aos dados, que serão afetados pelo shutdown.

Mais importante, a reunião reforça nossa visão de pausa prolongada no primeiro semestre de 2026, com retomada do ciclo apenas após a posse do novo chairman em maio. A combinação de (1) proximidade ao neutro, (2) crescimento resiliente, (3) inflação ainda acima da meta e (4) divisões internas cria um ambiente onde a inércia política tende a prevalecer.

Powell efetivamente elevou a barra para cortes adicionais no começo do próximo ano, exigindo evidência clara de deterioração do mercado de trabalho ou desaceleração do crescimento. Com investimentos corporativos robustos e pouco sensíveis a juros, e consumo ainda resiliente (embora concentrado em consumidores de alta renda), essa evidência pode demorar a se materializar. As condições financeiras e de crédito seguirão em nível de baixa restrição, o que reduz o risco de uma desaceleração significativa da economia na ausência de choques exógenos.

Por fim, ainda devemos destacar que a Suprema Corte começa neste mês a avaliação das tarifas adotadas com base no instrumento IEEPA, que já sofreu revés em cortes de menor instância e pode representar uma derrota importante à administração atual, bem como reduzir a tarifa média esperada nos próximos meses. A melhora da relação EUA-China no curto prazo também reduziu o risco de um novo choque tarifário, mantendo nossa visão construtiva para a economia americana.

Resultados do 3T25 do S&P 500 | Temporada de transição

Nos resultados do 1T25 e no 2T25 do S&P 500, houve surpresas do lucro LPA de dois dígitos em relação ao consenso, confirmando um momento forte de resultados no primeiro semestre nos EUA. No 3T25, a dinâmica segue positiva, mas com sinais de desaceleração: 63% das companhias já divulgaram e o crescimento de lucros ficou em 10,3% contra uma estimativa inicial de 8% na comparação anual. A surpresa agregada do LPA em relação ao mercado está em 4,8% acima do consenso, abaixo da média histórica de 6,5%, refletindo revisões positivas pré-temporada que já precificaram parte do otimismo do S&P 500. Para os próximos dois anos, o consenso projeta expansão do lucro do S&P 500 de 13,8% em 2026 e 10,8% em 2027, sustentada pelo ciclo de capex em IA e pela expectativa de cortes de juros pelo Fed.

Entre as big techs que já reportaram, Amazon e Alphabet foram os destaques positivos, enquanto a Meta apresentou números mais pressionados. A Amazon acelerou o crescimento do AWS (+20% a/a, para US\$ 33,0 bilhões, margem operacional de 34,6%) e indicou guidance de receita de US\$ 206–213 bilhões e lucro operacional de até US\$ 26 bilhões, ambos acima do consenso. A Alphabet entregou um trimestre sólido, com Google Cloud crescendo +34% a/a e backlog avançando +79% a/a, sinalizando demanda estrutural por IA e maior previsibilidade de receita.

A Microsoft superou as expectativas do consenso, com LPA expandindo +12,5% a/a, e o Azure cresceu 39% a/a, impulsionado por demanda robusta de nuvem e adoção de IA (incluindo Copilot). Mesmo em um ciclo intenso de investimentos, a companhia expandiu margens operacionais, mas as ações apresentaram queda no pós-resultado após a forte alta recente associada à parceria com a OpenAI. Em relação à Apple, os resultados foram impulsionados por receitas de Serviços acima do consenso expandindo as margens da

companhia e guidance de receita para o próximo trimestre entre 10–12% a/a, ambos acima do consenso.

Em relação à Meta, o 3T25 foi operacionalmente sólido: o Family of Apps manteve tração (3,5 bilhões de usuários mensais) e a receita de publicidade mostrou resiliência. Ganhos de eficiência via IA elevaram a automação de anúncios e sustentaram o resultado operacional. Pelo lado negativo, despesas e capex para os próximos anos foram revisados para cima; as despesas totais de 2025 estão estimadas em cerca de US\$ 117 bilhões, pressionando as margens no curto prazo e contribuindo para a queda de 11% nas ações.

Carteira para Novembro/25 | Berkshire Hathaway e Netflix entram na carteira; ServiceNow e United Rentals saem

O S&P 500 acumula alta de 16% em 2025, após ganhos superiores a 20% em 2023 e 2024, e negocia com um prêmio de cerca de 30% em relação à média histórica, a 23x vezes Preço/Lucros para 2026 frente a 17x historicamente. O principal catalisador do mercado nos últimos três anos tem sido a temática de inteligência artificial, e acreditamos em um ciclo mais longo de investimentos, com as companhias de tecnologia adotando uma estratégia asset heavy em contraste ao modelo asset light predominante antes do lançamento do ChatGPT, em novembro de 2022. Embora nossa visão otimista em relação às mega caps de tecnologia permaneça positiva e o ciclo de capex dos hyperscalers siga em plena expansão, com revisões positivas de guidance, optamos por reduzir o risco do portfólio neste momento e direcionar a alocação para teses com melhor assimetria de risco e retorno.

Estamos ajustando a carteira neste mês com a inclusão de Berkshire Hathaway, aproveitando a recente performance fraca em 2025, com um alpha negativo de 11% frente ao S&P 500, como ponto de entrada atrativo. O movimento também reflete nossa decisão de diversificar parcialmente além do tema de inteligência artificial. Seguimos otimistas com o potencial estrutural do setor de IA, mas entendemos que, em um cenário de forte valorização de small caps e de empresas e setores de menor qualidade, é prudente equilibrar a exposição com ativos de perfil mais defensivo e geração de caixa consistente. Apesar das incertezas do mercado quanto à sucessão de Warren Buffett, acreditamos que a liderança de Greg Abel deve garantir a continuidade da disciplina de alocação de capital e o foco de geração de valor no longo prazo que caracterizam a holding.

Também estamos incluindo Netflix na carteira para aproveitar a queda de cerca de 10% nas ações após a divulgação dos resultados do 3T25, impactados por um evento tributário pontual de aproximadamente US\$ 600 milhões no Brasil, que consideramos não recorrente. Enxergamos o movimento como uma oportunidade de entrada em uma empresa de alta qualidade, sustentada por escala global, efeitos de rede, forte geração de caixa e capacidade de inovação em conteúdo e monetização. Mesmo após a correção, a Netflix mantém fundamentos sólidos e uma posição de liderança no setor de streaming global, negociando a múltiplos em linha com a sua média histórica.

Estamos retirando ServiceNow e United Rentals da carteira neste mês, diante da ausência de catalisadores de curto prazo.

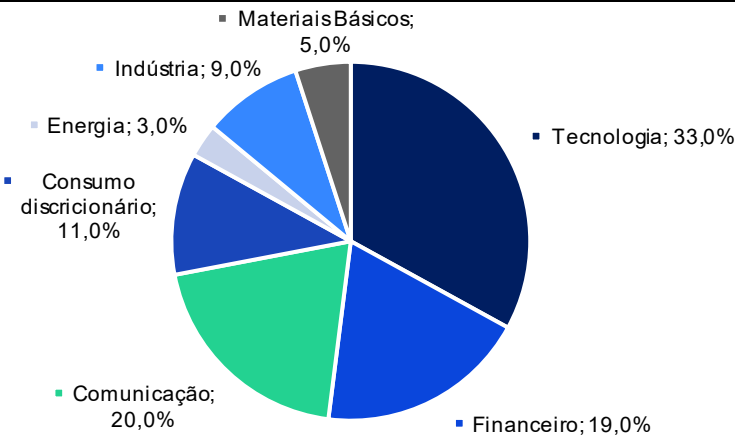
A ServiceNow apresentou resultados sólidos no 3T25, com lucro por ação não GAAP de US\$ 4,82, superando a estimativa do consenso de US\$ 4,27 (+12,8%) e impulsionando alta de 4% nas ações. O desempenho foi sustentado por crescimento consistente em assinaturas, expansão do backlog e melhora de rentabilidade.

Ainda assim, optamos por concentrar nossas posições em inteligência artificial nas mega caps (Nvidia, Microsoft, Alphabet, Amazon, Meta, TSMC), onde vemos um momento mais favorável impulsionado pela revisão positiva do

capex do setor após a divulgação dos últimos resultados trimestrais. A Alphabet elevou o capex projetado para 2025 para US\$ 91–93 bilhões, a Meta revisou o guidance para US\$ 70–72 bilhões e a Microsoft registrou cerca de US\$ 120 bilhões em capex anualizado, sinalizando aceleração dos investimentos em data centers e infraestrutura de IA.

A United Rentals, por sua vez, reportou lucro por ação 4% abaixo do consenso, com LPA ajustado de US\$ 11,70 frente à estimativa do consenso de mercado de US\$ 12,30, e as ações recuaram 7,8% após os resultados. A queda refletiu pressões de custos e margens, com impacto negativo do mix de negócios e do aumento nos custos de insumos. No momento, o papel carece de catalisadores de curto prazo, enquanto o tom mais hawkish do Fed na reunião de outubro tende a reduzir o apetite dos investidores por small caps.

Gráfico 1: Alocação setorial da carteira (Novembro/25)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Tabela 2: Alterações da carteira (Outubro/25 e Novembro/25)

Empresa	Setor	Categoria	Peso	Peso	Variação
			(Outubro/25)	(Novembro/25)	
Berkshire	Financeiro	Entrada	0%	4%	-4.0%
Netflix	Comunicação	Entrada	0%	5%	-5.0%
United Rentals	Indústria	Saída	4%	0%	4.0%
ServiceNow	Tecnologia	Saída	5%	0%	5.0%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Escolhas do mês

Microsoft

A Microsoft atua na comercialização de softwares, incluindo o sistema operacional Windows, o pacote Office e os serviços de nuvem do Azure. A tese de investimento está baseada em: (i) integração de aplicações de inteligência artificial em seus principais produtos, como o Microsoft Office e o mecanismo de busca Bing; (ii) desenvolvimento de soluções em realidade virtual; e (iii) novo ciclo de crescimento impulsionado pela expansão da computação em nuvem por meio da plataforma Azure.

Nvidia

Estamos otimistas com os avanços recentes no campo de inteligência artificial e de large language models, com a NVIDIA se consolidando como uma das principais beneficiárias dada sua posição dominante no fornecimento de data centers, com participação de aproximadamente 90%. Nossa tese de

investimento em relação à companhia baseia-se em: (i) expansão dos mercados endereçáveis em IA e LLMs, como saúde e robótica; (ii) atualizações anuais da arquitetura dos chips que garantem inovação contínua de seus principais produtos; (iii) liderança tecnológica em GPUs para IA oferecendo desempenho superior e eficiência energética em relação aos principais concorrentes; (iv) ecossistema de software proprietário (CUDA e bibliotecas otimizadas).

Amazon

A Amazon é um varejista com atuação em comércio eletrônico, serviços de computação em nuvem (Amazon Web Services), soluções de inteligência artificial e streaming por meio do Amazon Prime. A tese de investimento da companhia está baseada em: (i) crescimento dos serviços de nuvem via AWS; (ii) novas oportunidades de expansão em inteligência artificial; e (iii) avanço das operações de streaming via o Amazon Prime.

Meta Platforms

A Meta Platforms atua no setor de comunicação digital, com destaque para sua liderança no mercado de anúncios online. A tese de investimento na companhia está baseada em: (i) forte geração de caixa no segmento legado de publicidade digital, principalmente via Facebook; (ii) expansão das operações da divisão Reality Labs, com foco em metaverso, realidade virtual e aumentada; e (iii) novo ciclo de investimentos focado na monetização de soluções de inteligência artificial em suas plataformas.

Alphabet

A Alphabet atua como uma holding com operações em busca na web, publicidade online, aplicativos de software, sistemas operacionais móveis e produtos de hardware. A tese de investimento na companhia está baseada em: (i) liderança consolidada no mercado de buscas online, com o Google Search, detendo cerca de 90% de participação de mercado; (ii) investimentos recentes em inteligência artificial e machine learning aplicados aos principais produtos e serviços; (iii) expansão do segmento de computação em nuvem por meio do Google Cloud Platform; e (iv) crescimento das operações do YouTube, com ganho de participação no mercado de streaming via publicidade e assinaturas.

Newmont

A Newmont se destaca como a maior mineradora de ouro do mundo, com liderança global, reservas superiores a 100 milhões de onças e diversificação geográfica relevante. A empresa entrega uma geração de caixa robusta, refletida em um fluxo de caixa com yield de 6,7%, bem acima da média histórica de 4%. No cenário macro, o ambiente segue favorável para os preços do ouro, sustentado pelos efeitos das tarifas da administração Trump no comércio global (hedge político) e a demanda de bancos centrais pela commodity, em especial de China, Rússia, Índia e Turquia.

Uber

O Uber é uma plataforma tecnológica que utiliza big data e tecnologia proprietária para conectar usuários a prestadores de serviços. A companhia atua em três segmentos principais: mobilidade, entregas e frete. Nossa visão otimista se baseia em: (i) uso de inteligência artificial e machine learning em sua tecnologia proprietária, permitindo maior escalabilidade nas soluções logísticas; e (ii) efeitos de rede do ecossistema do Uber, que ampliam sua alavancagem operacional, com ROE estimado em 27% para 2026, segundo o consenso de mercado.

Morgan Stanley

O Morgan Stanley é uma holding financeira global, atuando em três segmentos: Valores Mobiliários Institucionais (Investment Banking e Sales & Trading), Gestão de Fortunas e Gestão de Ativos. A tese de investimento baseia-se na combinação de um modelo de negócios resiliente com exposição cíclica, gerando receitas recorrentes por meio da gestão de fortunas e capturando beta de mercado através de Investment Banking e Sales & Trading. Os pilares da tese são: (i) momento positivo de resultados: no 3T25, a companhia reportou lucro por ação ajustado de US\$ 2,80, 33,3% acima do consenso (US\$ 2,10); e (ii) ambiente regulatório construtivo para o setor financeiro, com maior flexibilidade para retorno de capital aos acionistas e atividade de M&A aquecida.

Goldman Sachs

O Goldman Sachs segue bem-posicionado em um cenário de retomada da atividade econômica, com reabertura dos mercados de capitais e aumento nas transações corporativas. O crescimento das emissões de ações e do volume de fusões e aquisições reforça a melhora do ambiente para o Investment banking, e os múltiplos atuais permanecem atrativos em comparação a ciclos anteriores de forte atividade. A ação oferece potencial de valorização caso o mercado de IPOs, follow-ons e grandes fusões continue aquecido e o ambiente regulatório siga favorável ao setor financeiro. Mantemos uma visão construtiva para os grandes bancos norte-americanos, sustentada por rentabilidade estruturalmente superior, com retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) significativamente acima dos bancos regionais.

Coinbase

A Coinbase é a maior bolsa de cripto dos Estados Unidos, com 7% de participação global, e seu desempenho está diretamente ligado ao ciclo dos criptoativos, em especial Bitcoin e Ethereum, cuja volatilidade aumenta as receitas de trading da companhia. No curto prazo, a aprovação dos ETFs de cripto nos EUA, a maior demanda institucional por soluções de custódia e compliance e a adoção crescente de stablecoins em pagamentos surgem como catalisadores relevantes. A recente queda de 22,5% em agosto após a divulgação de resultados fracos, melhora a assimetria das ações, com o ativo negociando a 33x lucros projetados, um desconto de aproximadamente 12% frente à média dos últimos dois anos, de 38x.

Netflix

A Netflix atua na prestação de serviços de entretenimento via streaming. A companhia oferece séries de TV, documentários, longas-metragens e jogos em diversos gêneros e idiomas. Temos uma visão otimista para a tese de investimento baseada em escala global e efeitos de rede na plataforma, uso de dados proprietários para orientar produção e marketing, além de novas avenidas de crescimento como o plano com anúncios, um pipeline consistente de franquias e a vertical de ao vivo com WWE e NFL. O evento tributário no Brasil de US\$ 600 milhões no 3T25 foi pontual e não recorrente, com uma queda de aproximadamente 10% nas ações após os resultados, abrindo um ponto de entrada mais atraente em termos de valuation, com a companhia negociando a aproximadamente 40x lucros para 2026E.

TSMC

A TSMC fabrica circuitos integrados e semicondutores; seus produtos atendem aos setores de computação, comunicação, eletrônicos, automotivo e equipamentos industriais. Enxergamos a tese como uma das principais beneficiárias do tema de inteligência artificial, sustentada por um momento de resultados positivos e pelos avanços tecnológicos recentes, como o lançamento do chip A16.

The Williams Companies

A Williams Companies é uma empresa de midstream de energia que opera aproximadamente 33% do gás natural dos Estados Unidos. Seu modelo de negócio é baseado em infraestrutura regulada, com receitas provenientes de tarifas de transporte e armazenamento em contratos de longo prazo, majoritariamente no formato take or pay, o que garante previsibilidade e estabilidade de fluxo de caixa, menos sujeito à volatilidade dos preços de commodities do que os produtores upstream. A companhia combina perfil defensivo com exposição a tendências estruturais: o gás natural ganha relevância na transição energética ao substituir o carvão na geração elétrica e suprir a demanda crescente de indústrias intensivas em energia, como data centers e fábricas de baterias. Além disso, os investimentos recentes em energia impulsionados pela temática de inteligência artificial reforçam a necessidade de expansão da infraestrutura de transporte e processamento de gás para suprir a demanda dos hyperscalers.

Berkshire Hathaway

A Berkshire Hathaway é uma holding diversificada com operações em seguros, energia, ferrovias, setor financeiro e bens de consumo não discricionário. Suas principais posições são Apple (22,3%), American Express (18,9%), Bank of America (11,1%), Coca-Cola (10,9%) e Chevron (6,8%). Estamos adicionando a Berkshire Hathaway à carteira após sua fraca performance relativa em 2025, com um alpha negativo de 11% frente ao S&P 500, o que consideramos uma oportunidade diante de seus fundamentos sólidos e capacidade de geração de valor de longo prazo. Parte da recente pressão sobre o papel reflete preocupações com a sucessão de Warren Buffett, mas acreditamos que a liderança de Greg Abel tende a assegurar a continuidade estratégica de alocação eficiente de capital da holding em 2026.

Raytheon

A Raytheon se destaca como uma das principais fornecedoras globais em defesa, aviação e sistemas espaciais, posicionada para capturar o aumento estrutural da demanda por segurança em meio à maior volatilidade geopolítica. Com os países europeus ampliando os gastos militares para até 5% do PIB, o setor vive um momento de inflexão, refletido na performance dos ETFs de defesa no acumulado do ano.

Tabela 3: Carteira de ações internacionais | Novembro/25

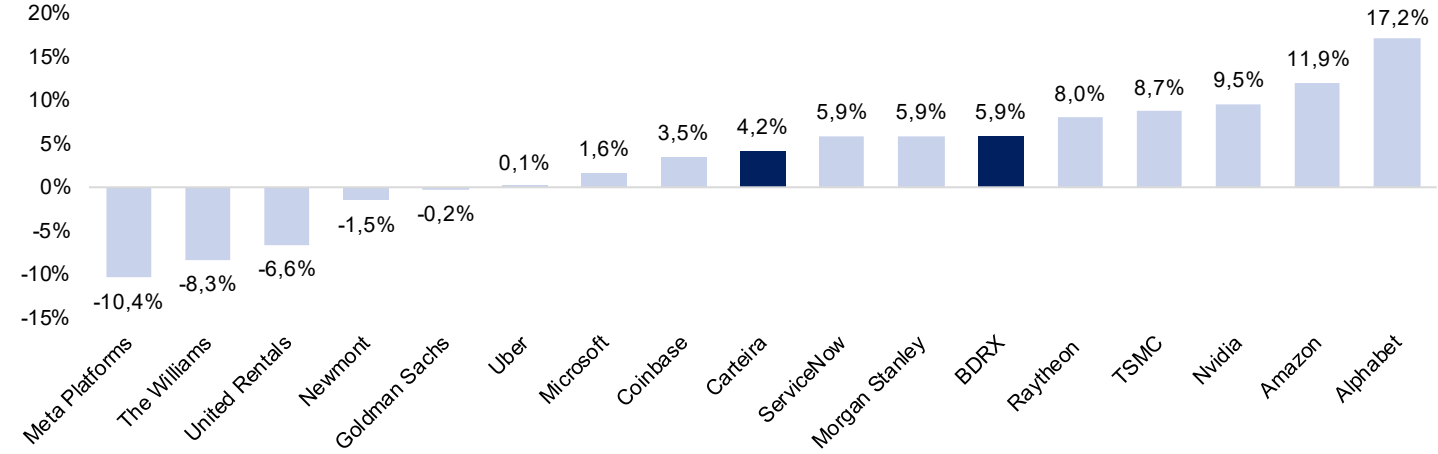
Empresa	Peso	Valor de Mercado (em bilhões de US\$)	P/L		LPA	ROE (%)	
	(%)		2025E	2026E		2025E	2026E
Nvidia	13%	4,969	44.8x	30.7x	89.5%	100.8%	90.1%
Microsoft	14%	3,845	32.5x	27.7x	15.7%	31.8%	29.6%
Alphabet	7%	3,389	26.2x	24.2x	15.7%	32.6%	30.3%
Amazon	11%	2,654	28.6x	26.1x	15.6%	22.1%	19.8%
Meta Platforms	8%	1,655	21.4x	19.0x	21.1%	31.7%	29.8%
TSMC	6%	1,564	29.0x	24.3x	31.2%	33.5%	32.4%
Berkshire	4%	1,029	23.0x	22.1x	11.8%	6.9%	6.7%
Netflix	5%	478	45.5x	36.0x	22.9%	39.3%	45.0%
Morgan Stanley	6%	262	16.8x	15.7x	16.4%	15.8%	15.8%
Goldman Sachs	6%	247	16.2x	14.3x	16.9%	14.2%	15.3%
Raytheon	4%	238	28.8x	26.3x	9.8%	12.9%	13.8%
Uber	5%	202	27.6x	23.0x	34.5%	28.0%	27.3%
Coinbase	3%	97	48.3x	51.2x	4.7%	18.6%	13.1%
Newmont	5%	88	13.2x	10.8x	52.8%	21.2%	21.0%
The Williams	3%	70	27.5x	24.5x	13.3%	20.8%	21.8%
Mediana			27.6x	24.3x	16.4%	22.1%	21.8%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg.

Desempenho

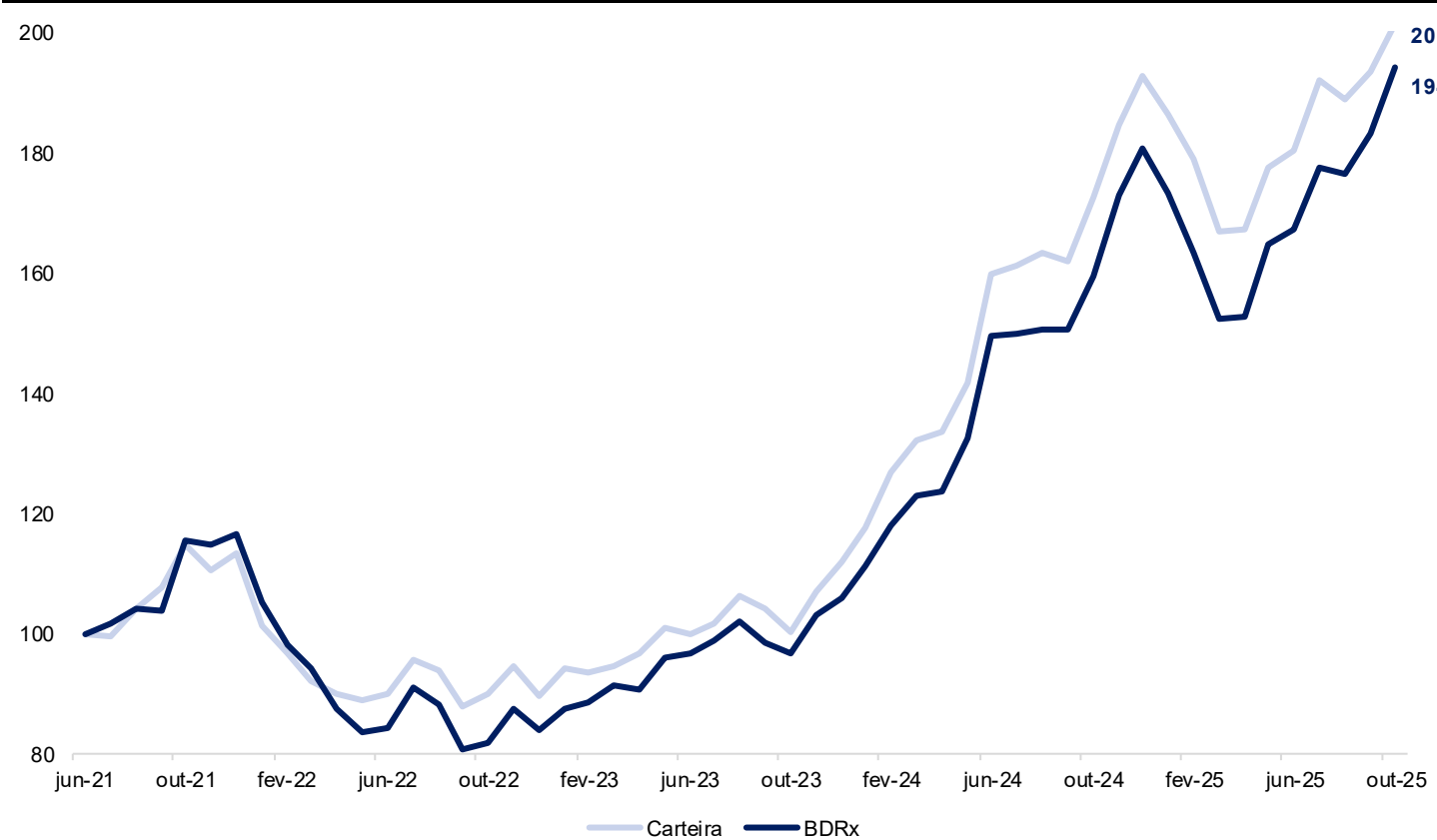
No último mês, a carteira de ações internacionais apresentou alta de +4,2%, (vs. BDRX com +5,9%). Desde o início (14/07/2021), a carteira recomendada apresentou um retorno de 7.3 p.p acima do BDRX.

Gráfico 2: Rentabilidade no mês de Outubro/25 das ações da carteira de ações internacionais (*)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento. Desempenho anterior não é indicativo de resultados futuros.

Gráfico 3: Rentabilidade histórica da carteira de ações internacionais (*)



Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade considerando o último preço de fechamento. Desempenho anterior não é indicativo de resultados futuros.

Tabela 4: Rentabilidade acumulada da Carteira de ações internacionais x BDRX | Base 100 (Desde o dia 14/07/2021) (*)

Ano	Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Maiο	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	Ano	BDRx	Acumulado	BDRx Acumulado
2021	-	-	-	-	-	-	-0.5%	4.5%	3.4%	6.6%	-3.6%	2.7%	13.4%	16.6%	13.4%	16.6%
2022	-10.7%	-4.5%	-4.9%	-2.2%	-1.4%	1.3%	6.6%	-1.9%	-6.5%	2.1%	5.2%	-5.4%	-21.0%	-28.1%	-10.4%	-16.1%
2023	5.2%	-0.7%	1.1%	2.1%	4.6%	-1.2%	1.8%	4.7%	-2.0%	-3.7%	6.7%	4.5%	25.0%	26.3%	12.0%	6.0%
2024	5.1%	7.8%	4.0%	1.1%	6.3%	12.7%	0.9%	1.2%	-0.8%	6.6%	7.0%	4.4%	72.2%	70.6%	92.9%	80.8%
2025	-3.4%	-4.0%	-6.7%	0.3%	6.0%	1.7%	6.6%	-1.7%	2.4%	4.2%			4.5%	7.4%	101.5%	94.2%

Fonte: BTG Pactual e Bloomberg, (*) rentabilidade considerando o último preço. Desempenho anterior não é indicativo de resultados futuros.

Informações Importantes

Este relatório foi elaborado pelo Banco BTGPACTUAL S.A. Os números contidos nos gráficos de desempenho referem-se ao passado; desempenho passado não é um indicador confiável de resultados futuros.

Certificado do Analista

Cada analista de pesquisa responsável pelo conteúdo deste relatório de pesquisa de investimento, no todo ou em parte, certifica que:

(i) Nos termos do Artigo 21º, da Resolução CVM nº 20, de 25 de fevereiro de 2021, todas as opiniões expressas refletem com precisão suas opiniões pessoais sobre esses valores mobiliários ou emissores, e tais recomendações foram elaboradas de forma independente, inclusive em relação ao Banco BTGPACTUAL S.A. e/ou suas afiliadas, conforme o caso;

(ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas contidas aqui ou vinculadas ao preço de qualquer um dos valores mobiliários aqui discutidos.

Parte da remuneração do analista provém dos lucros do Banco BTGPACTUAL S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas decorrentes de transações detidas pelo Banco BTGPACTUAL S.A. e/ou suas afiliadas. Quando aplicável, o analista responsável por este relatório, certificado de acordo com a regulamentação brasileira, será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

Disclaimer Global

Este relatório foi preparado pelo Banco BTGPACTUAL S.A. ("BTGPACTUAL S.A.") para distribuição apenas sob as circunstâncias permitidas pela lei aplicável. Este relatório não é direcionado a você se o BTGPACTUAL estiver proibido ou restrito por qualquer legislação ou regulamentação em qualquer jurisdição de disponibilizá-lo a você. Antes de lê-lo, você deve se certificar de que o BTGPACTUAL tem permissão para fornecer material de pesquisa sobre investimentos a você de acordo com a legislação e os regulamentos relevantes. Nada neste relatório constitui uma representação de que qualquer estratégia de investimento ou recomendação aqui contida é adequada ou apropriada às circunstâncias individuais de um destinatário ou, de outra forma, constitui uma recomendação pessoal. É publicado apenas para fins informativos, não constitui um anúncio e não deve ser interpretado como uma solicitação, oferta, convite ou incentivo para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou instrumentos financeiros relacionados em qualquer jurisdição.

Os preços neste relatório são considerados confiáveis na data em que este relatório foi emitido e são derivados de um ou mais dos seguintes:

(i) fontes conforme expressamente especificadas ao lado dos dados relevantes;

(ii) o preço cotado no principal mercado regulamentado para o valor mobiliário em questão;

(iii) outras fontes públicas consideradas confiáveis;

(iv) dados proprietários do BTGPACTUAL ou dados disponíveis ao BTGPACTUAL.

Todas as outras informações aqui contidas são consideradas confiáveis na data em que este relatório foi emitido e foram obtidas de fontes públicas consideradas confiáveis. Nenhuma representação ou garantia, expressa ou implícita, é fornecida em relação à precisão, integridade ou confiabilidade das informações aqui contidas, exceto com relação às informações relativas ao Banco BTGPACTUAL S.A., suas subsidiárias e afiliadas, nem pretende ser uma declaração completa ou resumo dos valores mobiliários, mercados ou desenvolvimentos referidos no relatório.

Em todos os casos, os investidores devem conduzir sua própria investigação e análise de tais informações antes de tomar ou deixar de tomar qualquer ação em relação aos valores mobiliários ou mercados analisados neste relatório. O BTGPACTUAL não assume que os investidores obterão lucros, nem compartilhará com os investidores quaisquer lucros de investimentos nem aceitará qualquer responsabilidade por quaisquer perdas de investimentos. Os investimentos envolvem riscos e os investidores devem exercer prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTGPACTUAL não aceita obrigações fiduciárias para com os destinatários deste relatório e, ao comunicá-lo, não está agindo na qualidade de fiduciário. O relatório não deve ser considerado pelos destinatários como um substituto para o exercício de seu próprio julgamento. As opiniões, estimativas e projeções aqui expressas constituem o julgamento atual do analista responsável pelo conteúdo deste relatório na data em que o relatório foi emitido e, portanto, estão sujeitas a alterações sem aviso prévio e podem divergir ou ser contrárias às opiniões expressas por outras áreas de negócios ou grupos do BTGPACTUAL em decorrência da utilização de diferentes premissas e critérios. Como as opiniões pessoais dos analistas podem diferir umas das outras, o Banco BTGPACTUAL S.A., suas subsidiárias e afiliadas podem ter emitido ou emitir relatórios inconsistentes e/ou chegar a conclusões diferentes das informações aqui apresentadas. Quaisquer opiniões, estimativas e projeções não devem ser interpretadas como uma representação de que os assuntos ali referidos ocorrerão.

Os preços e a disponibilidade dos instrumentos financeiros são apenas indicativos e estão sujeitos a alterações sem aviso prévio. A pesquisa iniciará, atualizará e encerrará a cobertura exclusivamente a critério da Gerência de Pesquisa do Banco de Investimentos do BTGPACTUAL. A análise contida neste documento é baseada em numerosas suposições. Suposições diferentes podem resultar em resultados substancialmente diferentes. O(s) analista(s) responsável(is) pela elaboração deste relatório pode(m) interagir com o pessoal da mesa de operações, pessoal de vendas e outros públicos com a finalidade de coletar, sintetizar e interpretar informações de mercado. O BTGPACTUAL não tem obrigação de atualizar ou manter atualizadas as informações aqui contidas, exceto quando encerrar a cobertura das empresas abordadas no relatório. O BTGPACTUAL conta com barreiras de informação para controlar o fluxo de informações contidas em uma ou mais áreas dentro do BTGPACTUAL, para outras áreas, unidades, grupos ou afiliadas do BTGPACTUAL.

A remuneração do analista que preparou este relatório é determinada pela gerência de pesquisa e pela alta administração (não incluindo banco de investimento). A remuneração dos analistas não se baseia nas receitas de banco de investimento, no entanto, a remuneração pode estar relacionada às receitas do BTGPACTUAL Investment Bank como um todo, do qual fazem parte os bancos de investimento, vendas e negociação.

Os valores mobiliários aqui descritos podem não ser elegíveis para venda em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Opções, produtos derivativos e futuros não são adequados para todos os investidores, e a negociação desses instrumentos é considerada arriscada. Títulos garantidos por hipotecas e ativos podem envolver um alto grau de risco e podem ser altamente voláteis em resposta a flutuações nas taxas de juros e outras condições de mercado. O desempenho passado não é necessariamente indicativo de resultados futuros. Se um instrumento financeiro for denominado em uma moeda diferente da moeda de um investidor, uma alteração nas taxas de câmbio pode afetar adversamente o valor ou preço ou a receita derivada de qualquer título ou instrumento relacionado mencionado neste relatório, e o leitor deste relatório assume qualquer risco cambial.

Este relatório não leva em consideração os objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades particulares de qualquer investidor em particular. Os investidores devem obter aconselhamento financeiro independente com base em suas próprias circunstâncias particulares antes de tomar uma decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. Para aconselhamento sobre investimentos, execução de negócios ou outras questões, os clientes devem entrar em contato com seu representante de vendas local. Nem o BTGPACTUAL nem qualquer de suas afiliadas, nem qualquer um de seus respectivos diretores, funcionários ou agentes aceitam qualquer responsabilidade por qualquer perda ou dano decorrente do uso de todo ou parte deste relatório.

Quaisquer preços declarados neste relatório são apenas para fins informativos e não representam avaliações de títulos individuais ou outros instrumentos. Não há representação de que qualquer transação possa ou não ter sido afetada a esses preços e quaisquer preços não refletem necessariamente os livros e registros internos do BTGPACTUAL ou avaliações baseadas em modelos teóricos e podem ser baseados em certas suposições. Este relatório não pode ser reproduzido ou redistribuído a qualquer outra pessoa, no todo ou em parte, para qualquer finalidade, sem o consentimento prévio por escrito do BTGPACTUAL e o BTGPACTUAL não aceita qualquer responsabilidade pelas ações de terceiros a esse respeito. Informações adicionais relacionadas aos instrumentos financeiros discutidos neste relatório estão disponíveis mediante solicitação.

O BTGPACTUAL e suas afiliadas mantêm acordos para administrar conflitos de interesse que possam surgir entre eles e seus respectivos clientes e entre seus diferentes clientes. O BTGPACTUAL e suas afiliadas estão envolvidos em uma gama completa de serviços financeiros e relacionados, incluindo serviços bancários, bancos de investimento e prestação de serviços de investimento. Dessa forma, qualquer membro do BTGPACTUAL ou de suas afiliadas pode ter interesse relevante ou conflito de interesses em quaisquer serviços prestados a clientes pelo BTGPACTUAL ou por tal afiliada. As áreas de negócios dentro do BTGPACTUAL e entre suas afiliadas operam independentemente umas das outras e restringem o acesso do(s) indivíduo(s) específico(s) responsável(is) por lidar com os assuntos do cliente a determinadas áreas de informações quando isso é necessário para administrar conflitos de interesse ou interesses materiais.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse:

www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx